A CONSTITUIÇÃO DE GRAVAMES PELOS PRESTADORES DE SERVIÇO DE DEPÓSITO CENTRALIZADO DE VALORES MOBILIÁRIOS: CONSTRUÇÃO DO REGIME LEGAL BRASILEIRO APLICÁVEL

The perfection of security interests by central securities depository service providers: building the applicable brazilian legal framework

Revista de Direito Empresarial | vol. 13/2016 | p. 217 - 248 | Jan - Fev / 2016
DTR\2016\548

Alexandre Garcia Padilha
Doutorando e Mestre em Direito Internacional pela USP. Graduado em Direito pela USP. Coordenador do Grupo de Estudos em Direito Internacional dos Mercados Financeiros e de Títulos e Valores Mobiliários – Dimec da Faculdade de Direito da USP. Advogado. alexandre.garcia.padilha@gmail.com

Bruno Batista da Costa de Oliveira
Doutor e Mestre em Direito do Estado pela USP. Graduado em Direito pela USP. Professor universitário. Advogado. bbcoliveira@hotmail.com

Área do Direito: Imobiliário e Registral

Resumo: Este artigo propõe expor as motivações que levaram o ordenamento jurídico brasileiro a determinar que a constituição de gravames sobre valores mobiliários seja realizada exclusivamente por meio de registro em depositário central, bem como as etapas percorridas para construção do arcabouço legal aplicável no Brasil.

Abstract: The scope of this article is to expose the reasons that conducted the Brazilian legal framework to determine that the security interests upon securities shall be perfected exclusively by a record in central securities depositary, as well as the steps taken to build the applicable Brazilian legal framework.

Sumário:

O objetivo deste artigo[1] é, partindo de uma contextualização histórico-econômico-regulatória global, tecer comentários a respeito das medidas legais promulgadas no Brasil com o propósito de regular o registro de gravames[2] sobre valores mobiliários[3] que tenham sido depositados perante prestadores de serviços de depósito centralizado,[4] sobretudo para constituição de garantia.

A constituição de gravames sobre valores mobiliários não é exatamente uma novidade no ordenamento jurídico brasileiro: a Lei 4.728/1965, instituiu regras que disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento, e previa - antes das novidades introduzidas pela Lei 10.931/2004, das quais trataremos a seguir - que a alienação fiduciária de coisa móvel dependeria de documento escrito e arquivado no registro de títulos e documentos, "sob pena de não valer contra terceiros";[5] por sua vez, em 1976, a Lei 6.404 ("Lei das Sociedades por Ações" - LSA) trouxe diversos dispositivos sobre a possibilidade de onerar com direitos reais - tais como a alienação fiduciária, o penhor e o usufruto - ações de emissão de companhias abertas. Segundo a sistemática constante da LSA, a constituição - isto é, o ato jurídico que confere validade e eficácia, inclusive perante terceiros - a esses gravames é realizada mediante a averbação do respectivo direito real nos livros da companhia emissora do ativo objeto do gravame ou da instituição financeira, neste caso, o escriturador por ela contratado.[6]

Contudo, há quem diga que esses procedimentos envolvendo "registro" apresentariam óbices ligados, principalmente, ao rito alegadamente burocrático a ser seguido, à sua incompatibilidade com a dinâmica dos negócios realizados com os respectivos valores mobiliários objeto de gravame, bem como à sua sujeição a falhas (de diversas naturezas e origens) capazes de pôr em risco a segurança

das operações em que tais garantias estariam envolvidas. Inclusive, a questão da segurança - notadamente decorrente de previsão legislativa e regulatória - é, conforme veremos a seguir, um elemento central nos eventos que serviram de justificativa para as alterações legislativas que serão analisadas.

Com efeito, a partir de uma série de mudanças normativas, o ordenamento jurídico brasileiro transportou a competência e forma de registro dos gravames sobre valores mobiliários do universo dos livros das companhias e cartórios extrajudiciais para o ambiente administrado pelos prestadores de serviços de depósito centralizado, em um movimento que, sem abrir mão da exigência da publicidade de que devem se revestir os direitos reais,[7] promoveu mudanças significativas em certos paradigmas.

Destarte, sugerimos analisar a questão da constituição de gravames pelos depositários centrais começando pela contextualização dessas inovações legislativas, a saber, quais os principais acontecimentos que teriam convencido o legislador brasileiro a realizar as modificações mencionadas. Colocadas as premissas fáticas, falaremos do caminho trilhado pelo legislador brasileiro para criar o arcabouço jurídico atualmente em vigor.

O ineditismo das medidas adotadas impôs diversos desafios aos operadores envolvidos, dentre os quais a necessidade de aplicar o novo modelo em consonância com a estrutura jurídica em vigor sem desvirtuar as inovações contidas nas propostas legislativas. E é com esta perspectiva em mente que vamos sugerir alguns pontos para reflexão baseados, sobretudo, naquelas que nos pareceram questões decisivas para a iniciativa de alterar um regime jurídico bastante incrustado em nosso ordenamento jurídico.

1 Breves considerações histórico-econômico-regulatórias globais e o contexto das mudanças legislativas no Brasil

Como dito, a constituição de gravames sobre valores mobiliários vem sendo feita no Brasil há algum tempo, não se tratando de nenhum instituto inédito ou desconhecido: a incidência de direitos reais de garantia ou uso sobre ações, previsto na LSA, faz-se por meio da averbação do gravame no livro ou nos registros do emissor ou da instituição contratada por ele na qualidade de escriturador.[8] Por sua vez, a Lei 4.728/1965, previamente às modificações promovidas pela Lei 10.931/2004, determinava o registro do contrato de alienação fiduciária de coisa móvel em cartório de títulos e documentos. Dessa forma, a hipótese ora debatida é a de que as inovações voltadas a promover a *centralização* dos registros constitutivos de um gravame sobre valores mobiliários perante uma única instituição (i.e., o depositário central), foram gestadas com vistas a atender a certos reclamos regulatórios, decorrentes de circunstâncias histórico-econômico-políticas bem determinadas.

Com efeito, a chamada *crise econômico-financeira de 2008*[9] foi responsável pela reavaliação de diversos aspectos do sistema econômico-financeiro mundial, notadamente, no que nos interessa, dos controles sobre os registros constitutivos de garantias sobre valores mobiliários e, em especial, sobre a sua capacidade de assegurar os níveis de segurança e confiabilidade necessários às operações realizadas perante os mercados financeiros e de capitais. Se são múltiplas as causas apontadas pelos economistas para a eclosão da *crise do subprime*,[10] todas elas remetem a um fenômeno comum, que preparou o terreno para que esses eventos se concretizassem: a *desregulação* do sistema financeiro mundial, especialmente o estadunidense, diretamente decorrente das chamadas "reformas" realizadas sob os auspícios da ideologia econômica neoliberal.[11]

Nesse sentido, uma reação bastante clara das autoridades financeiras europeias e norte-americanas à citada crise foi a iniciativa de reconstituir o arcabouço regulatório, o qual era até então fundado na *crença* de que os agentes atuantes no mercado teriam condições de aplicar e respeitar regras de conduta idôneas, independentemente da intervenção de alguma autoridade estatal (a citada *desregulação*).[12]

Esta reconstrução adotou por premissa que ela não teria os efeitos desejados se não fosse realizada em nível internacional. Isso porque, ao mesmo tempo em que a conectividade entre os agentes atuantes no mercado, possibilitada pelo incremento da globalização, trouxe benefícios de ordem operacional, reduziu custos e aumentou as oportunidades de negócios, deu também lugar a um ambiente interdependente, no qual os prejuízos ou instabilidades de um determinado mercado se disseminaram desenfreadamente a ponto de afetar outros mercados, inclusive de outros países.[13]

Foi com o conceito de interdependência de mercados em mente que as autoridades reguladoras mundiais propuseram estabelecer novos marcos legais visando à mitigação desses riscos, os quais deveriam se refletir em nível global.[14]

O estabelecimento dos *Principles for Financial Market Infrastructures* ("PFMI") elaborados pelo *Bank for International Settlements* ("BIS") e pela *International Organization of Securities Commissions* ("Iosco") em abril de 2012[15] é evidência dessas reações, tratando-se de um conjunto de princípios e recomendações feitos com o objetivo de criar um padrão internacional para as infraestruturas do mercado financeiro e de capitais, sobretudo para os sistemas de pagamento, de liquidação e de compensação de operações financeiras, bem como para a guarda centralizada de valores mobiliários.

Aqui é relevante pontuar que os efeitos da *desregulação* que essas medidas se propuseram combater é uma realidade melhor aferível nos mercados internacionais (notadamente o estadunidense), mas não necessariamente verificável no ambiente brasileiro. Ao reverso, uma crítica recorrente que se fazia ao arcabouço jurídico dos mercados financeiro e de capitais brasileiros costumava ser justamente a de que se trataria de um sistema normativo por demais rígido e cauteloso, construído de forma *descendente*,[16] e no qual a autorregulação teria se desenvolvido apenas timidamente, ocupando espaços secundários no espectro legal, impondo por essa razão entraves ao crescimento do mercado e à realização de negócios. Sendo ou não corretas as críticas, o fato é que no momento em que aportaram por aqui, as propostas de reforço do arcabouço jurídico aplicável aos mercados não causaram um impacto tão significativo, pois boa parte das medidas preventivas já eram praticadas no Brasil.[17] Como exemplo do descompasso entre os controles impostos pela legislação alienígena e a brasileira, temos que os PFMI recomendam que um depositário central deveria manter regras e procedimentos que permitissem a segregação entre os seus próprios ativos e os ativos dos participantes e dos beneficiários finais (i.e., comitentes ou investidores):[18] no Brasil, essa já é uma obrigação há muito prevista, vide a forma como foi regulada a custódia fungível de ações pela Instrução CVM n. 115 que, desde 1990, impunha ao depositário central o dever de "manter, em nome de cada depositante, conta depósito das ações que forem transferidas nos termos do item anterior, só podendo movimentá-la à vista de ordem escrita do depositante ou de procurador legalmente constituído" (art. 3.º).[19]

Não se veja nestas afirmações nenhum arroubo ufanista, mas a mera constatação de que a mudança no regime de registro constitutivo de gravames sobre valores mobiliários foi impulsionada por uma guinada regulatória inspirada em arquétipos e desafios destoantes daqueles encontrados no ambiente brasileiro. Partindo de um sistema dotado de regras de fiscalização e controle menos rigorosas, por assim dizer, do que as que vigoravam no Brasil,[20] as reformas regulatórias que ensejaram a *centralização* do registro constitutivo das garantias sobre valores mobiliários objeto de depósito centralizado decorreram fundamentalmente de ponderações realizadas com base em problemáticas e realidades alienígenas, e que não se verificavam necessariamente no contexto brasileiro, ao menos não na forma como se verificou nos países onde a *crise do subprime* teve sua origem e maior irradiação de efeitos.

No que nos interessa da fenomenologia econômica da *crise*, destacaremos a questão da *alavancagem* das instituições financeiras que, diante da ausência de regras e controles - ou na presença de um elevado grau de permissividade: a chamada *desregulação* - realizaram operações de empréstimos (especialmente imobiliários, no caso estadunidense) com base em garantias que, no momento em que exigidas, não refletiam o valor estimado pelos credores, ou, por vezes, sequer estavam lastreadas ou constituídas adequadamente.[21] A ausência de segurança jurídica na constituição das garantias desses financiamentos foi um dos pontos chave que desencadearam as reações negativas do mercado, dando lugar a uma sucessão de quebras de expectativas econômicas que foram devastadoras para o sistema como um todo.[22]

E é nesse cenário que os depositários centrais de valores mobiliários passaram a ser vistos como elementos relevantes na mitigação dos riscos envolvidos na constituição da garantia de uma operação, por razões que, como merece ser esmiuçado em outro artigo mais detalhado,[23] podem ser sintetizadas na sua capacidade de adotar medidas visando assegurar a integridade dos valores mobiliários depositados junto a eles, bem como exercer um controle efetivo sobre a sua titularidade.

Bem por isso, o papel dos depositários centrais ganhou destaque nos fóruns internacionais instaurados para propor soluções para a *crise do subprime*, bastando para as nossas finalidades

citar os PFMI: dentre os vinte e quatro princípios contidos no documento, destacamos o Princípio 11, que trata justamente do depositário central de ativos (as *Central Securities Depository* ou "*CSD*").[24] A partir dos imperativos impostos pelo modelo de regulação adotado nas discussões globais pós-crise, que viram nos depositários centrais um dos agentes fundamentais na garantia da segurança jurídica das operações financeiras,[25] o arcabouço jurídico brasileiro passou por alterações que vieram alterar tradicionais institutos relativos à constituição de direitos reais de garantia.

A seguir, trataremos das medidas legais que provocaram essas alterações. Não se pretende fazer um simples levantamento das diversas normas editadas em relação ao assunto: veremos que as idas e vindas do legislador tiveram causas - e consequências - para a edificação do arcabouço regulatório, e são esses desdobramentos que pretendemos trazer à tona.

2 Iniciando a gradual elaboração do arcabouço jurídico: a Lei 12.543/2011

O primeiro passo em direção à mudança da forma de registro constitutivo de gravames sobre valores mobiliários que são objeto de depósito centralizado foi ao mesmo tempo o mais decisivo: a introdução do art. 63-A no rol das "Normas Complementares" da Lei 10.931/2004, por meio do art. 4.º da Lei 12.543/2011, o qual determinou o seguinte:

"A constituição de gravames e ônus sobre ativos financeiros e valores mobiliários em operações realizadas no âmbito do mercado de valores mobiliários ou do sistema de pagamentos brasileiro, de forma individualizada ou em caráter de universalidade, será realizada, inclusive para fins de publicidade e eficácia perante terceiros, exclusivamente mediante o registro do respectivo instrumento nas entidades expressamente autorizadas para esse fim pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários, nos seus respectivos campos de competência.

Parágrafo único. O regulamento estabelecerá as formas e condições do registro de que trata o *caput*, inclusive no que concerne ao acesso às informações."

Por um lado, a redação foi incisiva ao restringir aos depositários centrais, na qualidade de "entidades expressamente autorizadas para esse fim pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários", a competência para realizar o registro constitutivo dos gravames: ao utilizar o termo "exclusivamente", parece claro ao intérprete que o legislador quis explicitar que as formas até então admitidas (registro no livro ou no cartório de títulos e documentos), ao menos em relação aos ativos financeiros e valores mobiliários (nos termos da referida lei), não teria mais a sua eficácia (quiçá validade) reconhecida. Por outro lado, a mesma clareza não foi empregada em relação a outros temas que tangenciam a matéria.

Em primeiro lugar, o parágrafo único remete a um "regulamento" a prerrogativa de estabelecer as "formas e condições do registro", condicionando, portanto, a vigência do regime criado pelo *caput* do art. 63-A à promulgação de tal norma. Ou seja, uma regra que poderia ter eficácia imediata acabou vendo a sua aplicabilidade sobrestada em razão de uma condição, a nosso ver, desnecessária: seria perfeitamente possível ao legislador fixar os procedimentos para registro constitutivo do gravame sobre valores mobiliários, e também dispor sobre o "acesso às informações", ao invés de delegar tal atribuição a uma norma posterior, editada não pela casa legislativa, mas pelo Poder Executivo.[26]

Outrossim, quando dispõe sobre "operações realizadas no âmbito do mercado de valores mobiliários ou do sistema de pagamentos brasileiro", o legislador ou bem não se esmerou na precisão terminológica ou, então, estaria criando uma nova categoria de garantias para o Sistema de Pagamentos Brasileiro ("SPB"). Explicamos: de fato, no início de funcionamento do SPB, a partir da edição da Lei 10.214/2001, as garantias aportadas pelos participantes para assegurar o cumprimento de obrigações perante as câmaras de compensação e liquidação que integram o SPB decorrentes de operações realizadas também no âmbito do mercado de valores mobiliários ou do SPB estão sujeitas a um regime jurídico específico, previsto nessa lei, a qual lhes assegura inclusive as prerrogativas de *intangibilidade* e *impenhorabilidade*,[27] tendo o legislador outorgado às câmaras de compensação e liquidação o dever de prever em seus regulamentos quais garantias são aceitas,[28] bem como a forma de constituição, que dependerá, entre outros requisitos, do tipo de ativo que está sendo ofertado e do local onde ele está custodiado. Se assim o é, tomando por parâmetro os ativos aceitos pela *Câmara de Compensação e Liquidação da BM&FBovespa* ("Câmara BM&FBovespa"),[29] então o art. 63-A em questão se mostra de todo inaplicável em relação às garantias depositadas perante aquela câmara: deveras, as garantias postadas em favor da Câmara BM&FBovespa não foram constituídas nos termos do referido art. 63-A, e, assim, o *modus operandi* de sua constituição

é diferente do analisado nesse artigo, cujas caraterísticas estão previstas nos regulamentos daquela câmara,[30] o qual, corretamente, não prevê o "registro" de qualquer instrumento perante as instituições depositárias ou de registro como, por exemplo, no Sistema de Liquidação e Custódia - Selic, para Títulos Públicos Federais, na Central Depositária da BM&FBovespa, em relação aos valores mobiliários, e no Sistema de Registro da BM&FBovespa - *iBalcão* ou na Cetip, no que se refere aos Certificados de Depósito Bancários - CDBs). E mais, como harmonizar a determinação, contida no citado parágrafo único, de edição de "regulamento" para disciplinar "as formas e condições do registro", com as garantias aportadas em favor das câmaras de compensação e liquidação na forma prevista em seus manuais, em vigor desde muito antes da criação deste novo regime jurídico?

Parece-nos que a resposta mais razoável para estas antinomias, e que, inclusive, preserva a segurança jurídica do SPB como um todo, é a de que o art. 63-A não se aplica às garantias aportadas em favor das câmaras de compensação e liquidação de que trata a Lei 10.214/2001. Sem que tenhamos que aprofundar esta discussão, que nos levaria a um assunto paralelo sem dúvida interessante, mas que não caberia no escopo deste artigo,[31] trouxemos o tema à baila para mostrar uma das incertezas suscitadas pela forma como redigido o art. 63-A.

Outro ponto a ser levantado é o fato de se ter restringido o alcance de tal dispositivo ao âmbito do que se denominou "mercado de valores mobiliários" e SPB, deixando de lado toda uma gama de operações e negócios que poderiam se beneficiar deste regime de constituição de garantias.

Neste ponto, bem cabe a indagação: o que teria levado o legislador a estabelecer um sistema que, muito longe de introduzir uma metodologia de registro de gravames mais seguro e transparente, deixou o mercado à espera de respostas e, principalmente, do tal "regulamento" que deveria permitir a entrada em vigor efetiva do novo instituto jurídico?

Um caminho sempre útil para realizar a exegese de uma norma é buscar nos documentos pertinentes à sua tramitação nas casas legislativas elementos que nos permitam destrinchar os raciocínios e hipóteses dos respectivos legisladores. No caso da Lei 12.543/2011, ao fazer esse exercício, o que chama a atenção antes mesmo de chegarmos aos argumentos empregados nos debates parlamentares, é o fato de que a inclusão do art. 63-A sequer estava prevista na proposta que lhe deu origem. De fato, esta lei, que a bem dizer é o resultado da conversão da MedProv 539 de 26.07.2011, originalmente editada para, a partir de proposta do Ministério da Fazenda, autorizar "o Conselho Monetário Nacional, para fins da política monetária e cambial, a estabelecer condições específicas para negociação de contratos de derivativos", não tratava da constituição de gravames perante os prestadores de serviços de depósito centralizado. A redação do art. 4.º, que introduz o art. 63-A à Lei 12.543/2011, foi inserida por iniciativa do Congresso Nacional, por ocasião da tramitação do *projeto de lei de conversão* ("PLV") da Medida Provisória em lei.

O argumento utilizado para inserir esse artigo neste PLV é fundamentalmente de natureza pragmático-econômica: segundo se lê do parecer do relator da Comissão Mista, Deputado Reinhold Stephanes, lido em plenário no dia 04.10.2011, para que se promovesse o "aprimoramento do sistema de garantias no sistema financeiro" e em vista da necessidade de "modernizar" tais sistemas, o registro de gravames sobre ativos financeiros e valores mobiliários deveria se realizar perante as instituições autorizadas pelo Banco Central do Brasil (BCB) e Comissão de Valores Mobiliários (CVM), "para que a administração dessas garantias se torne mais transparente, ágil e barata para os agentes econômicos".[32] Por outras palavras, a justificativa para atribuir a competência para o registro constitutivo de gravames - vale lembrar, "exclusivamente" - aos depositários centrais em relação aos ativos e valores mobiliários por eles guardados, está ligada, ao menos pelo que se depreende das razões expostas pelo congressista, a questões de transparência, praticidade, redução de custos e de tempo. Vemos aí a intenção de remover obstáculos que poderiam ser tributados tanto à burocrática realidade notarial (para cujo estabelecimento o próprio legislador historicamente contribuiu), quanto ao arcabouço jurídico aplicável ao regime de constituição de garantias. Seja como for, é clara a intenção de desanuviar o regime de constituição de garantias prestadas no âmbito do mercado de valores mobiliários.

De outra sorte, a leitura dessas justificativas nos remete à constatação de quão pouco familiar ao legislador seria a realidade o SPB ou, de propósito, não a tenha considerada, o que não nos parece ser o caso: não se tinha o registro, até então, de qualquer reclamo relevante no sentido de "modernizar" ou "baratear" a administração das garantias sujeitas ao regime jurídico previsto na Lei

10.214/2001. Como afirmado, a busca de reforço da segurança jurídico-operacional dos sistemas de liquidação e compensação de operações seria um imperativo de mercados alienígenas, tidos por *desregulados*, de vez que o ambiente negocial brasileiro já contava, desde a consolidação do SPB, no início dos anos 2000, com um sistema de robustez e confiabilidade mundialmente reconhecido.[33]

Uma hipótese plausível para a introdução de argumentos dessa ordem para justificar a inclusão do art. 63-A seria a de que o legislador teria replicado de forma acrítica e descontextualizada algumas das resoluções adotadas em âmbito mundial para remediar os efeitos da *crise de 2008*, dentre as quais se incluíam recomendações no sentido de fortalecer a higidez das garantias aceitas pelos sistemas de liquidação e compensação.[34] Trata-se, contudo, de mera suposição, de vez que, além de não constar menção expressa às questões jurídicas suscitadas pela *crise de 2008* nos textos concernentes ao *iter procedimental* legislativo, a redação final não atende completamente aos reclamos encontrados nos fóruns de discussões mundiais.

Vale dizer, embora tragam certas indicações, os argumentos até aqui trazidos não nos permitem confirmar a hipótese inicialmente proposta de que a atribuição da competência para registro de gravames aos depositários centrais estaria relacionada, sobretudo, à *crise do subprime*: ainda que os temas da eficiência e segurança no registro constitutivo de garantias tenham sido enfrentados pelos reguladores mundiais, os motivos por nós descortinados para introdução do citado art. 63-A na Lei 10.931/2004 são pertinentes tanto no contexto dessas discussões globais,[35] quanto no das repetidas e conhecidas críticas ao sistema registral brasileiro. A próxima lei ordinária a tratar do assunto, no entanto, não deixou dúvidas quanto à decisiva influência da *crise de 2008* e dos debates que lhe sucederam perante os organismos regulares internacionais na sua formatação.

3 A Lei 12.810/2013 e a ampliação das aplicações do registro constitutivo de gravames sobre valores mobiliários objeto de depósito centralizado

Outro dispositivo a tratar do assunto foi a Lei 12.810, promulgada em 15.05.2013, e que, em meio a uma série de regras a respeito da atividade de depósito centralizado,[36] dispôs em seu art. 26 a respeito do registro constitutivo de gravames sobre ativos financeiros e valores mobiliários, nos seguintes termos:

"Aplica-se o disposto no art. 63-A da Lei 10.931, de 02.08.2004, à constituição de quaisquer gravames e ônus sobre ativos financeiros e valores mobiliários objeto de depósito centralizado, independentemente da natureza do negócio jurídico a que digam respeito."

O que o texto legal trouxe de mais relevante para o assunto aqui tratado foi a expansão do campo de atuação do registro de gravames perante o depósito centralizado em relação ao art. 63-A da Lei 10.931/2004, ao qual ele faz expressa referência. Se nesta norma a constituição de gravames era permitida em "operações realizadas no âmbito do mercado de valores mobiliários ou do sistema de pagamentos brasileiro", a partir da edição da Lei 12.810/2013, essa possibilidade passou a ser admitida "independentemente da natureza do negócio jurídico". Em outros termos, tal modalidade de garantia poderia também ser utilizada para operações bilaterais ou multilaterais cursadas fora do ambiente do mercado de valores mobiliários ou mesmo do SPB, como seria, *e.g.* o caso de um empréstimo bancário garantido por alienação fiduciária ou ainda a constituição de um direito de usufruto no âmbito de uma sucessão hereditária ou rearranjo societário.[37]

Essa ampliação nos parece coerente com o restante dos artigos concernentes ao serviço de depósito centralizado constantes da Lei 12.810/2013, notadamente aqueles que consolidaram o regime jurídico de direito real que recai sobre os bens objeto de depósito em depositários centrais. Deveras, tendo o art. 25 daquele normativo disposto que "a titularidade efetiva dos ativos financeiros e dos valores mobiliários objeto de depósito centralizado se presume pelos controles de titularidade mantidos pelo depositário central, atribuindo-lhe (como já o fazia, de certo modo, o art. 41 da LSA), o caráter de instituição competente para registrar e, assim, dar validade e eficácia a atos inerentes ao exercício de direitos de propriedade,[38] então não deveria mesmo existir óbice para que uma das faculdades inerentes a tal direito - qual seja, a de onerar o bem, como consectário da de dispor - não fosse também objeto de registro perante os depositários centrais.[39]

Embora tangenciem o mesmo tema, a Lei 10.931/2004 e a Lei 12.810/2013 tratam de pontos distintos: o art. 63-A da Lei 10.931/2004 cuida (ainda que superficialmente) de aspectos procedimentais da constituição do gravame, enquanto que os dispositivos da Lei 12.810/2013, dentre

os quais se destaca o citado art. 26, cuidaram de conferir ao registro constitutivo da garantia a roupagem de direito real, aplicável a todo e qualquer negócio jurídico, e não apenas àqueles concernentes ao mercado de valores mobiliários e ao SPB. Essa providência se justificaria também porque o "regulamento" a que faz referência o art. 63-A fora promulgado poucos meses antes, mais precisamente no dia 01.02.2013, consubstanciado no Dec. 7.897/2013, sendo certo que a iminência de entrada em vigor do regime de constituição de gravames perante depositários centrais seria razão bastante o suficiente para promover a expansão do seu âmbito de cabimento, atendendo ao reclame de diversos agentes econômicos. De igual modo, a Lei 12.810/2013 parece ter sido aproveitada também para dispor sobre questões postas, mas não solucionadas na Lei 10.931/2004 e pelo Dec. 7.897/2013.[40]

Isso explica em alguma medida o porquê de, do ponto de vista do processo legislativo, a trajetória das disposições assentes na Lei 12.810/2013 tenham seguido praticamente o mesmo rito que o art. 63-A: o legislador aproveitou o PLV da MedProv 589/2012, que originalmente tratava do "parcelamento de débitos junto à Fazenda Nacional relativos às contribuições previdenciárias de responsabilidade dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios", para introduzir os artigos ora comentados, os quais, em conjunto com outras disposições (alterações no Código de Processo Civil, na LSA, e na Lei dos Registros Públicos), evidentemente não mantinham qualquer relação com o objeto original da Medida Provisória sujeita à conversão em lei.

A justificativa para a inserção dos dispositivos relacionados ao depósito centralizado foi exatamente a necessidade de adequação do sistema jurídico brasileiro aos modelos pensados nos fóruns de discussão globais que se formaram no pós-crise de 2008. Lê-se, com efeito, no Parecer 8/2013 assinado pelo Senador Romero Jucá, no bojo do PLV 4/2013, que "especialmente em decorrência da crise financeira de 2008" estaria "se fortalecendo o entendimento de que os sistemas de depósito centralizado de ativos financeiros seriam determinantes para a solidez do sistema financeiro", o que justificaria o oferecimento de "proposta para introduzir importante mudança relacionada ao depósito centralizado". Ainda de acordo com o Senador, a normatização sugerida seria "necessária para aumentar a segurança jurídica nos ambientes de negociação, impedindo a possibilidade de múltiplas vendas do mesmo ativo", sendo que a "centralização de operações" teria como "efeito positivo adicional à facilitação da monitoração e do controle do risco agregado das instituições do sistema financeiro, reduzindo a probabilidade de crises sistêmicas".

Conquanto faça referência apenas aos "ativos financeiros", desprezando por completo os "valores mobiliários" também contemplados na emenda que viria a ser aprovada, não temos dificuldade alguma em associar os argumentos acima retratados - que remetem o seu leitor à "crise financeira de 2008", à "solidez do sistema financeiro," à "segurança jurídica nos ambientes de negociação" e a "crises sistêmicas" - aos remédios propostos pelos reguladores internacionais, bastando-nos citar os PFMI para confirmar a nossa hipótese.[41] Neste caso, resta claro que a introdução dos dispositivos no PLV se deveu à influência das pressões - nacionais e estrangeiras - que viam nos depositários centrais instituições capazes de mitigar diversos riscos no que se refere à constituição e registro de garantias. Porém, não fica claro, da leitura da Lei 12.810/2013, até que ponto o registro de garantias perante os depositários centrais asseguraria a segurança jurídica almejada pelos seus redatores.

E aqui é que se chega a outro ponto digno de destaque: o legislador ordinário novamente não ousou avançar na regulamentação da forma de constituição da garantia, limitando-se a estabelecer um arcabouço normativo que inseriu de forma clara o regime jurídico aplicável aos depositários centrais no âmbito dos direitos reais o que, a rigor, não foi pouco. Mas os detalhes da regulamentação desse serviço, e bem assim de todo o "exercício da atividade de depósito centralizado" foi atribuído aos órgãos reguladores (notadamente CVM e BCB) pelo art. 22 da Lei 12.810/2013,[42] e nisso se mostrou em consonância com o Dec. 7.897/2013, editado apenas alguns meses antes, em 01.02.2013.

A paradoxal situação consistente na inserção de um regime jurídico de registro constitutivo de gravames recheado de lacunas a serem preenchidas - até esse momento da exposição - pelos agentes atuantes no mercado, em resposta aos reclamos dos reguladores mundiais que demandavam justamente um sistema normativamente mais hígido, novamente se confirma. E quando observamos no que constituiu a tal "regulamentação" legada ao Poder Executivo pelo parágrafo único do art. 63-A no próximo item, veremos que o regulamento editado pelo Poder Executivo muito pouco disse a respeito das "formas e condições do registro."

4 A pseudorregulação constante do Dec. 7.897/2013

O parágrafo único do art. 63-A da Lei 10.931/2004 foi muito claro ao delegar ao Poder Executivo a competência para estabelecer "as formas e condições do registro de que trata o *caput*, inclusive no que concerne ao acesso às informações". Apesar da cristalina delimitação da competência, não foi bem o que se verificou quando da edição do respectivo regulamento, consubstanciado no Dec.7.897/2013, promulgado em 01.02.2013.

De fato, quando não dispôs de forma tautológica sobre o seu próprio objeto - vide a redação de seus arts. 1.º e 2.º -[43] o aguardado Dec. 7.897/2013, em aparente exacerbação da competência que lhe foi concedida pelo Poder Legislativo, atribuiu competência normativa aos órgãos reguladores e aos próprios prestadores de serviços de depósito centralizado. Isso porque, apesar de mencionar a necessidade de autorização pela CVM e BCB,[44] a prerrogativa normativa conferida pela Lei 10.931/2004 ao "regulamento" limitava-se à disciplina das "formas e condições do registro", e não a conceder a referidos órgãos reguladores e aos depositários centrais a faculdade de normatizar esses temas, como acabou fazendo o Dec. 7.897/2013 em seus arts. 3.º e 4.º.[45] Inclusive, este eventual uso abusivo da competência por parte do Poder Executivo, que punha em risco a higidez do arcabouço normativo sobre o qual deveria se basear o sistema de registro constitutivo de garantias perante os depositários centrais, ante o possível reconhecimento da usurpação ou abuso de competência normativa, pode ter sido a razão de o legislador ter se apressado em dispor na Lei 12.810/2013 - é dizer, em Lei Ordinária, e não em Regulamento - sobre as competências da CVM e BCB para dispor sobre essas matérias, especialmente a respeito da autorização e supervisão do exercício da atividade de depósito centralizado de ativos financeiros e valores mobiliários.

Seja como for, o Dec. 7.897/2013 remeteu à CVM e ao BCB a aprovação dos "regulamentos e sistemas" dos depositários centrais, dispondo de forma genérica a respeito do conteúdo mínimo desses normativos: refletindo as preocupações dos fóruns pós-crise - e até parafraseando os textos por eles divulgados[46] - a norma previu que essas regras devem estabelecer "procedimentos capazes de garantir a segurança e a confiabilidade dos registros" (art. 3.º, § 1.º), o que seria feito pela previsão de procedimentos para registro, retificação e cancelamento dos gravames, além de disposições a respeito da "unicidade e a continuidade dos registros", das informações necessárias ao "exercício do direito de sequela pelos credores garantidos", de acordo com um "regime de acesso" a informações a ser definido em observância ao "disposto na legislação aplicável". Vale dizer, muito longe de efetivamente "dispor" sobre "as formas e condições do registro", o Dec. 7.897/2013 apresentou regras gerais, quase superficiais que, apesar de decorrer de anseios regulatórios bastante claros, não detalham as minúcias do *iter* procedimental a ser seguido no registro dos gravames. Além de ser questionável o efetivo cumprimento, por parte do Poder Executivo, da tarefa que lhe foi outorgada pelo legislador ordinário, a norma em comento parece em desacordo com os reclamos dos organismos internacionais - as bases teóricas, vale recordar, das alterações legislativas - em relação à necessidade de um arcabouço jurídico dotado de regras claras e hígidas.[47]

De outro modo, dos poucos préstimos que se poderia atribuir ao Dec. 7.897/2013 seria o preenchimento do requisito formal, inserido no parágrafo único do art. 63-A, de que o serviço somente poderia começar a ser prestado a partir da definição das "formas e condições do registro", a ser realizada pelo regulamento. Mas nem para esse propósito serviu referido normativo, porquanto os seus arts. 3.º e 4.º condicionaram a autorização para prestação do serviço pela CVM e BCB "à aprovação dos regulamentos e sistemas das entidades requerentes" (art. 3.º, § 1.º), cumprindo ainda aos órgãos reguladores em referência baixar "as normas e instruções necessárias ao cumprimento deste Decreto" (art. 4.º). Mais uma vez, ao invés de esclarecer, determinar de forma clara como deveria ser prestado o serviço, preferiu o Poder Executivo, no exercício da atividade de legislador que lhe foi delegada, transmitir esse dever a outrem, deixando um vácuo de insegurança jurídica a ser preenchido.

Não bastasse a inadequada situação de incerteza vivenciada pelos ambientes e mercados envolvidos que, não é demais lembrar, tanto prezam pela existência de regras claras e previsíveis, a comunidade jurídica foi obrigada a aguardar pela publicação das "normas e instruções" pela CVM, que, muito bem, não tardou em editar essas regras.

5 Detalhando o serviço de registro constitutivo de gravames pelo depositário central: a norma editada pela CVM

Apenas poucos meses depois da edição do Dec. 7.897/2013, e mais próximo ainda da publicação da Lei 12.810/2013, a CVM iniciou os procedimentos necessários à edição das medidas que lhe foram

determinadas pelo legislador em relação à prestação do serviço de registro de gravames sobre valores mobiliários, publicando, em 26.06.2013, o *Edital de Audiência Pública SDM 06/2013* que convocou os interessados a analisar e enviar sugestões sobre a proposta de "regras sobre depósito centralizado, custódia e escrituração de valores mobiliários".

Dentre as três minutas contempladas nessa iniciativa, a Minuta n. 1 trataria dos depositários centrais,[48] valendo destacar o dispositivo que nos interessa, a saber, o art. 35, que regulamentaria o "processo de constituição de garantias sobre os valores mobiliários", criando, nas palavras do regulador "um regime adequado para tal, contemplando, inclusive, as necessárias medidas de transparência".

Uma vez editada a Instrução CVM 541, em 20.12.2013, o *caput* do referido art. 35 foi assim redigido:

"O registro de gravames e ônus sobre valores mobiliários depositados, em decorrência de constrição judicial, constituição de garantias ou processo de liquidação em câmaras ou prestadores de serviços de compensação e liquidação, na forma do art. 63-A da Lei 10.931, de 02.08.2004, e do art. 26 da Lei 12.810, de 15.05.2013, deve ser efetuado nos termos da legislação aplicável, por meio de registro nas correspondentes contas de depósito."

Ainda que não tenha detalhado em profundidade a forma de prestação de serviços de registro constitutivo de gravames, delegando aos depositários centrais o dever de regulá-la, ao menos a CVM apresentou os parâmetros mínimos a serem seguidos, os quais constam dos incisos do § 3.º do art. 35.[49] Essas linhas mestras, por sua vez, estão plenamente alinhadas aos paradigmas estabelecidos em âmbito internacional como remédios para os problemas suscitados pela *crise do subprime*. Basta, para se chegar a essa conclusão, realizarmos o cotejo entre as obrigações constantes da Instrução CVM 541/2013 e as recomendações aplicáveis aos depositários centrais nos PFMI, para verificar que deveres como o de manter os ativos em contas individualizadas por investidor (art. 32), "possuir processos e sistemas informatizados seguros e adequados ao exercício das suas atividades" (art. 8.º, II), ou ainda o de "manter sistemas de controle de risco apropriados ao monitoramento dos riscos inerentes às suas atividades" (art. 20), refletem fidedignamente as *Key Considerations* do *Principle 11* dos PFMI.

A equivalência de propostas nada tem de casual: no *Edital de Audiência Pública SDM n. 06/2013* a CVM deixou bem clara a importância desses debates pós-crise na elaboração da minuta de Instrução. Lê-se, com efeito, a respeito da "valorização, nos debates pós-crise de 2008, das infraestruturas de mercado como importante suporte para garantir a estabilidade financeira",[50] dos PFMI como "principal referência, em termos de recomendações sobre infraestruturas de mercado",[51] bem como da necessidade de "aperfeiçoamento de estruturas capazes de mitigar alguns dos riscos decorrentes das inovações"[52] ocorridas nos últimos anos.

Ademais, o *Relatório de Análise da Audiência Pública SDM 06/2013 - Processo CVM RJ 2003/11499* - também faz remissão aos resultados dos debates havidos nos fóruns internacionais que discutiram as medidas regulatórias para combater as causas da *crise do subprime* como parte da origem da regulação que se pretendia editar: dentre a "série de finalidades" a que se propunha a norma, a CVM incluiu a "adoção de um regime coerente com o que se vem definindo como prioridades nos debates pós-crise de 2008"[53] e, ao tratar do art. 35, consta que a sua criação se deveu às "necessidades identificadas nos diversos fóruns pós-crise (em que se tem valorizado a realização de operações, inclusive com exposição apenas bilateral, com troca de garantias)."[54]

Fixados os parâmetros a serem seguidos pelos depositários centrais na formulação de seus regulamentos, resta a eles dar o último passo necessário ao início da prestação de serviço de registro constitutivo de gravames sobre valores mobiliários, a saber, a elaboração e aprovação de seus regulamentos pelos órgãos reguladores competentes. E, uma vez autorizado o depositário central a realizar esses registros constitutivos de gravames, finalmente os investidores e participantes dos depositários centrais poderão usufruir de todas as potencialidades deste novo regime jurídico, tratando-se esta da última das múltiplas "etapas" normativas engendradas a partir de uma sucessão de delegações iniciadas no art. 63-A da Lei 10.931/2004.

6 Conclusão

Como vimos, o caminho seguido para regulamentar o serviço de registro constitutivo de gravames

nos depositários centrais nada teve de linear ou contínuo, sendo ele permeado por contradições, lacunas e dubiedades, algo nada recomendável para um ambiente que tanto preza pela segurança e clareza dos ditames legais.

Esta situação se mostra em absoluta contradição com os fundamentos teóricos que levaram o legislador a promover essa significativa mudança de paradigma no sistema registral brasileiro, centralizando a constituição do gravame nos depositários centrais. Embora dotada de lógica e razoabilidade jus-econômica - principalmente diante dos eventos testemunhados na *crise de 2008* - a proposta de confiar aos depositários centrais a competência para realizar o registro constitutivo de gravames sobre valores mobiliários enfrentava resistências, que só foram vencidas por conta da pressão exercida após intensa cooperação promovida primordialmente pelos organismos internacionais dos quais reguladores do mundo todo fazem parte, sobretudo o BIS e a Iosco. Assim, procuramos demonstrar que a mudança do regime jurídico foi muito menos o resultado de reivindicações do mercado interno brasileiro (não que elas não existissem, pelo contrário) do que dos órgãos internacionais formados por reguladores do mercado financeiro mundial, que se apressaram em formular propostas de princípios e recomendações internacionais para serem internalizados nos países do mundo todo de forma a remediar os males de uma *crise* que se mostrou devastadora nos ambientes de negócios por eles administrados e fiscalizados.[55]

Neste sentido, além do legislador ordinário, do Poder Executivo no uso da competência regulatória que lhe foi delegada, e da própria CVM, vale mencionar também o BCB. De fato, ainda que os ativos financeiros não sejam objeto de nossa pesquisa nesse momento, que se concentram nos *valores mobiliários,* cumpre lembrar que semelhantes embasamentos teóricos foram utilizados no momento de regular a prestação de serviço de registro constitutivo de gravames sobre ativos financeiros.[56] Aliás, a influência dos parâmetros fixados nos PFMI como base regulatória para o sistema financeiro brasileiro não é aferível por meio de declarações esparsas encontradas em manifestações do BCB e seus representantes, mas sim de norma editada pelo órgão que impõe a sua adoção "no monitoramento e na avaliação do Sistema de Pagamentos Brasileiro."[57] Como consequência, temos que o Regulamento anexo à Circular 3.743, de 08.01.2015, que veio disciplinar "as atividades de registro e de depósito centralizado de ativos financeiros e a constituição de gravames e de ônus sobre ativos financeiros depositados", contém provisões muito parecidas (em alguns casos idênticas) àquelas encontradas na Instrução CVM 541/2013 no que respeita ao registro de gravames pelos depositários centrais.[58]

E uma das recomendações encontradas nos fóruns internacionais instaurados após a *crise do subprime,* que delinearam a forma de prestação do serviço de registro constitutivo de gravames conforme demonstramos ao longo deste estudo, era justamente o estabelecimento de um arcabouço jurídico dotado de regras claras a respeito dos serviços a serem prestados pelos depositários centrais, dentre os quais o registro de garantias sobre valores mobiliários. Porém, apesar dessas exigências, consideramos que a legislação ordinária foi tímida na formação do arcabouço jurídico pertinente à prestação de serviço de registro de gravames sobre valores mobiliários. Aqui, remetemos novamente a uma situação paradoxal: a *mens legis* das reformas propostas em nível internacional propunha combater os efeitos da *desregulação*, que teve resultados nefastos segundo o diagnóstico de vários economistas - contudo, as normas que estudamos adotaram o procedimento de delegar aos reguladores e aos próprios depositários centrais o dever de normatizar a prestação de serviço, em movimento típico de sistemas que prestigiam a autorregulação.

O resultado prático é o fato de que a normatização de diversas questões relevantes foram relegadas aos próprios depositários centrais prestadores do serviço. Sem duvidar da capacidade dos depositários centrais de criar um arcabouço regulatório hígido e plenamente integrado ao ordenamento jurídico brasileiro, soa-nos evidente que tal tarefa seria simplificada se o legislador tivesse criado normas mais específicas em relação a diversos temas deixados em aberto. Dentre tantos assuntos que poderiam ter sido esmiuçados, citamos (i) o dever de publicidade, inerente ao regime jurídico dos direitos reais, que pode estar em confronto com a disciplina dada ao sigilo bancário, considerando que as operações realizadas perante os depositários centrais estão protegidas nos termos da LC 105/2001,[59] (ii) uma melhor definição do que seria "registrar um instrumento" perante o depositário central (ou seja, o que é o "instrumento": um contrato? uma simples ordem de constituição de gravame?); ou ainda (iii) a exposição mais clara das responsabilidades das diferentes partes envolvidas (investidor, custodiante e depositário central).

Sem prejuízo dessas observações, é plausível admitir que a sinuosidade da implantação do marco

legal atualmente em vigor é prova dos esforços do legislador em vencer preconceitos, quebrar paradigmas e, o que é não menos surpreendente, inovar em um campo do saber jurídico bastante tradicional e com valores enraizados perante a coletividade dos seus operadores e a própria sociedade e cultura no mercado de capitais brasileiro que tem, certamente, grande potencial para desenvolvimento. Por essas razões, talvez o melhor caminho a seguir tenha sido mesmo o de repassar aos reguladores e depositários centrais a obrigação de detalhar as regras do serviço, que, apesar dos ônus que tal escolha acarreta, principalmente a eventual insegurança jurídica dos usuários do sistema, desenvolverão seus regulamentos em complemento ao arcabouço jurídico exposto nesse artigo.

7 Referências bibliográficas

Bebchuk, Lucian A. A Plan for Addressing the Financial Crisis. *The Economists' Voice.* n. 5. vol. 5. Article 6, 2008. Harvard Law and Economics Discussion Paper n. 620, september 2008. Disponível em SSRN: [http://ssrn.com/abstract="1273241]." Último acesso em: 02.09.2015.

______; Cohen, Alma; Spamann, Holger. *The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008* (November 24, 2009). Yale Journal on Regulation. vol. 27. p. 257-282, 2010. Harvard Law and Economics Discussion Paper n. 657; ECGI - Finance Working Paper n. 287. Disponível em SSRN: [http://ssrn.com/abstract="1513522berardi]." Último acesso em: 02.09.2015.

Berardi, Marco. *The Economic Crisis from 2006 up to 2010*. outubro, 2010. Disponível em SSRN: [http://ssrn.com/abstract="1698596]" ou [http://dx.doi.org/l0.2139/ssrn.1698596sun]. Último acesso em: 02.09.2015.

Bis/Iosco. *Principles for financial market infrastructures.* April, 2012. Disponível em: [www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf]. Último acesso em: 02.09.2015.

Bresser-Pereira, Luiz Carlos. A crise financeira global e depois: um novo capitalismo? *Novos Estudos Cebrap 86*: 2010.

Diamond, Douglas W.; Rajan, Raghuram G. *Banks, Short Term Debt and Financial Crises: Theory, Policy Implications and Applications* (May 2000). CRSP Working Paper n. 518. Disponível em SSRN: [http://ssrn.com/abstract="232028]" ou [http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.232028]. Último acesso em: 02.09.2015.

Driesen, David M. Legal Theory Lessons from the Financial Crisis (June 4, 2014). 40. *Journal of Corporation Law*, 2014, Forthcoming. Disponível em SSRN: [http://ssrn.com/abstract="2446165]." Último acesso em: 02.09.2015.

Dullien, Sebastian; Kotte, Detlef J.; Márquez, Alejandro; Priewe, Jan (eds.). The Financial and economic crisis of 2008-2009 and developing countries. *United Nations-UNCTAD (Berlim)*/Hochshule für Technik und Wirtschaft Berlin. New York and Geneva, December, 2010. Disponível em: [http://unctad.org/en/Docs/gdsmdp20101_en.pdf]. Último acesso em: 02.09.2015.

Farias, Cristiano Chaves de; Rosenvald, Nelson. *Direitos reais*. 7. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris. 2011.

Freeman, Tony. Brazil a possible model for derivatives reform. *Financial Times.* Agosto de 2011.

Gonzales, Rodrigo Barbone. *Uma avaliação do capital regulatório no sistema bancário.* São Paulo: 2012. Tese de Doutorado - Universidade de São Paulo, 2012.

Judge, Kathryn. *Fragmentation Nodes: A Study in Financial Innovation, Complexity, and Sistemic Risk* (January 24, 2012). Stanford Law Review, Forthcoming; Columbia Law and Economics Working Paper n. 406. Disponível em SSRN: [http://ssrn.com/abstract="1894105]." Último acesso em: 10.12.2015.

Loyo, Eduardo; e Azevedo, Rodrigo. Perspectivas sobre a regulação financeira no Brasil diante de programas de reforma em economias avançadas. In: Carneiro, Dionisio Dias; De Bolle, Monica Baumgarten (orgs.) *A reforma do sistema financeiro americano: nova arquitetura internacional e o*

contexto regulatório brasileiro. Rio de Janeiro: IEPE. CDG. 2009.

Malan, Pedro. Uma visão abrangente sobre a crise e o processo de sua superação. In: Giambiagi, Fábio. (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial.* Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

Greenspan, Alan. The Crisis. *Brookings Papers on Economic Activity*, spring 2010. Disponível em: [www.brookings.edu/~/media/projects/bpea/spring-2010/2010a_bpea_greenspan.pdf]. Último acesso em: 02.09.2015.

Pontes de Miranda, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado: parte especial*. São Paulo: Ed. RT, 2012, at., t. XX (Direito das Coisas: direito reais de garantia. Hipoteca. Penhor. Anticrese).

Murphy, Austin. *An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions* (November 4, 2008). Disponível em SSRN: [http://ssrn.com/abstract="1295344]" ou [http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1295344]. Último acesso em: 02.09.2015.

Nobrega, Mailson da. Origens da crise. In: GIAMBIAGI, Fábio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial.* Rio de Janeiro: Elsevier. 2010.

Pinheiro, Juliano Lima. *Mercado de capitais - Fundamentos e técnicas.* 5. ed. São Paulo: Atlas. 2009.

Rajan, Raghuram G. *Has financial development made the world riskier?* Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, issue Aug, p. 313-369, 2005.

Silber, Simão Davi. A economia mundial após a crise financeira de 2007 e 2008. *Revista USP.* n. 85. São Paulo, mar.-mai. 2010.

Sun, Willian; Stewart, Jim; Pollard, David (eds.). *Corporate Governance and the Global Financial Crisis: International Perspectives*. Repr. Cambridge: Cambridge Univ. Press, 2012, XIII, 400 pages.

Tepedino, Gustavo. *Comentários ao Código Civil - direito das coisas.* São Paulo: Saraiva. 2011.

Venosa, Silvio de Salvo. *Direito civil: direitos reais.* 13. ed. São Paulo: Atlas, 2013. vol. 5.

Whalen, Richard Christopher. *The subprime crisis: cause, effect and consequences* (March 1, 2008). Networks Financial Institute Policy Brief No. 2008-PB-04. Disponível em SSRN: [http://ssrn.com/abstract="1113888]" ou [http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.111388]8. Último acesso em: 02.09.2015.

Principais sítios da rede mundial de computadores consultados

Banco Central do Brasil - [www.bcb.gov.br]

Bank for International Settlements - [www.bis.org]

BM&FBovespa S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros - [www.bmfbovespa.com.br]

BM&FBovespa Supervisão de Mercados - BSM - [www.bovespasupervisaomercado.com.br]

Comissão Nacional de Bolsas - [www.cnb.org.br]

Comissão de Valores Mobiliários - [www.cvm.gov.br]

European Commission - ec.europa.eu

European Securities and Markets Authority - [www.esma.europa.eu]

Federação Brasileira de Bancos - [www.febraban.com.br]

Financial Stability Board - [www.financialstabilityboard.org]

Organização Mundial das Comissões de Valores Mobiliários - [www.iosco.org]

United Nations Conference on Trade and Development - [unctad.org]

U.S. Securities and Exchange Commission - [www.sec.gov]

---

1 Este artigo dá início a uma série de estudos realizados pelos coautores a respeito de questões jurídicas envolvendo a constituição de gravames pelos depositários centrais, que se propõe publicar algumas das reflexões e problemáticas envolvidas no tema de maneira sequencial na presente Revista de Direito Empresarial - *ReDE*.

2 A legislação e a regulamentação aplicáveis utilizam a expressão "ônus e gravames", como se verá a seguir. Todavia, para fins de redação desse artigo, escolhemos fazer menção apenas a "gravames", devendo ser entendido em seu sentido amplo, ou seja, contemplando também os conceitos de ônus, garantias, bloqueios judiciais e extrajudiciais, em processo de liquidação em câmara de compensação e liquidação, bem como outras formas de limitação de direitos de propriedade relacionados aos correspondentes valores mobiliários.

3 O presente artigo se restringirá ao estudo de valores mobiliários que são objeto de depósito centralizado, a saber, aqueles listados no art. 2.º da Lei 6.385/1976. Isso porque, muito embora a legislação - especialmente os artigos 63-A da Lei 10.931/2004 e 26 da Lei 12.810/2013 - se refira a "ativos financeiros e valores mobiliários", os regimes jurídicos aplicáveis para "ativos financeiros" e "valores mobiliários" são distintos a ponto de merecerem tratamento diferenciado dependendo da natureza do objeto do gravame.

4 O art. 23 da Lei 12.810/2013 define o serviço de depósito centralizado da seguinte maneira: "O depósito centralizado, realizado por entidades qualificadas como depositários centrais, compreende a guarda centralizada de ativos financeiros e de valores mobiliários, fungíveis e infungíveis, o controle de sua titularidade efetiva e o tratamento de seus eventos". A regulamentação aplicável traz complementos a essa definição, sobretudo a Instrução emitida pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM 541, de 20.12.2013, e a Circular publicada pelo Banco Central do Brasil - BCB 3.743, de 08.01.2015, bem como os normativos (regulamentos, manuais, ofícios circulares e outros) emitidos pelos depositários centrais devidamente autorizados a funcionar pelas autoridades competentes e por essas aprovados.

5 Cf. o art. 66 da Lei 4.728/1965, em sua redação original.

6 A propósito, os arts. 39 - "O penhor ou caução de ações se constitui pela averbação do respectivo instrumento no livro de Registro de Ações Nominativas. § 1.º O penhor da ação escritural se constitui pela averbação do respectivo instrumento nos livros da instituição financeira, a qual será anotada no extrato da conta de depósito fornecido ao acionista. § 2.º Em qualquer caso, a companhia, ou a instituição financeira, tem o direito de exigir, para seu arquivo, um exemplar do instrumento de penhor". - e 40 - "O usufruto, o fideicomisso, a alienação fiduciária em garantia e quaisquer cláusulas ou ônus que gravarem a ação deverão ser averbados: I - se nominativa, no livro de "Registro de Ações Nominativas"; II se escritural, nos livros da instituição financeira, que os anotará no extrato da conta de depósito fornecida ao acionista. Parágrafo único. Mediante averbação nos termos deste artigo, a promessa de venda da ação e o direito de preferência à sua aquisição são oponíveis a terceiros". - da LSA.

7 "Sem a publicidade," escreve Gustavo Tepedino "não seria possível conferir aos direitos reais oponibilidade *erga omnes*." E continua o autor: "Significa o princípio da ampla divulgação de todos os atos concernentes à constituição e à transferência dos direitos reais, de molde a que todos possam conhecer a relação jurídica a que estão adstritos a respeitar. Não raro a própria eficácia dos direitos reais se restringe aos terceiros que tenham tido a possibilidade de conhecimento do direito, justificando-se, assim, a disciplina dos modos de transferência dos direitos reais, baseada nos atos de registro público, em se tratando de bens imóveis, e na tradição, em se tratando de bens móveis". Cfr. Tepedino. 2011, p. 32-33. Ver, também, Farias, Cristiano Chaves de; Rosenvald, Nelson. *Direitos reais*. 7. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris. 2011; Pontes de Miranda, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado: parte especial*, São Paulo: Ed. RT, 2012, at., t. XX (Direito das coisas:

direito reais de garantia. Hipoteca. Penhor. Anticrese); Venosa, Silvio de Salvo. *Direito civil: direitos reais*. 13. ed. São Paulo: Atlas, 2013. vol. 5.

8 Cfr. os arts. 39, 40 e 100 da LSA.

9 O presente artigo não tem a intenção de se debruçar sobre os aspectos jurídicos e econômicos dessa crise, tampouco esgotar sua análise e subsequente exposição ocorrida nos mercados financeiro e de valores mobiliários iniciada em 2006 e que teve seus maiores efeitos negativos em 2008 e anos subsequentes, gerando reflexo até hoje ainda vistos por quem atua nos mercados por ela afetados. Para informações adicionais a respeito dessa crise, ver, sobretudo: Bebchuk, Lucian A. A Plan for Addressing the Financial Crisis. In: *The Economists' Voice.* n. 5, vol. 5, article 6, 2008; Harvard Law and Economics Discussion Paper n. 620, September 2008. Disponível em SSRN: [http://ssrn.com/abstract="1273241]." Último acesso em: 02.09.2015. Bebchuk, Lucian A.; Cohen, Alma; Spamann, Holger. *The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008* (November 24, 2009). Yale Journal on Regulation, vol. 27, 2010, p. 257-282; Harvard Law and Economics Discussion Paper n. 657; ECGI - Finance Working Paper n. 287. Disponível em SSRN: [http://ssrn.com/abstract="1513522berardi]." Último acesso em: 02.09.2015; BERARDI, Marco. *The Economic Crisis from 2006 up to 2010*. Outubro, 2010. Disponível em SSRN: [http://ssrn.com/abstract="1698596]" ou [http://dx.doi.org/l0.2139/ssrn.1698596sun]. Último acesso em: 02.09.2015. Greenspan, Alan. The Crisis. *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2010. Disponível em: [www.brookings.edu/~/media/Projects/bpea/Spring-2010/2010a_bpea_greenspan.pdf]. Último acesso em: 02.09.2015. Especialmente sobre a relação dessa crise e os países em desenvolvimento, ver: Dullien, Sebastian; Kotte, Detlef J.; Márquez, Alejandro; Priewe, Jan (eds.). The Financial and economic crisis of 2008-2009 and developing countries. *United Nations-UNCTAD (Berlim)*/Hochshule für Technik und Wirtschaft Berlin. New York and Geneva, December, 2010. Disponível em: [http://unctad.org/en/Docs/gdsmdp20101_en.pdf]. Último acesso em: 02.09.2015.

10 Idem. Notadamente, na doutrina nacional, Luiz Carlos Bresser-Pereira referencia as "más avaliações de crédito, uso descontrolado de alavancagem, inovações financeiras mal compreendidas, um sistema falho de classificação de risco (ou *rating*) e práticas de remuneração com bônus altamente agressivas que incentivavam a tomada de riscos e os ganhos no curto prazo". Cfr. BRESSER-PEREIRA. 2010, p. 62.

11 A propósito, ver BRESSER-PEREIRA, 2010 e também MALAN, 2010. Em sentido contrário, afirmando que "a desregulação é uma não causa" da crise, ver NOBREGA, 2010.

12 Nesse sentido, diz-se que "quando irrompeu a crise, os políticos, que haviam sido iludidos pela ilusão da natureza autorregulada dos mercados, perceberam seu erro e tomaram quatro decisões", dentre as quais destaca-se para o propósito dessa análise a de "regular novamente o sistema financeiro, tanto doméstica como internacionalmente". Cfr. BRESSER-PEREIRA. 2010, p. 85-86. Em complemento: Diamond, Douglas W.; Driesen, David M.. Legal Theory Lessons from the Financial Crisis (June 4, 2014). 40. *Journal of Corporation Law*, 2014, Forthcoming. Disponível em SSRN: [http://ssrn.com/abstract="2446165]." Último acesso em: 02.09.2015; e Judge, Kathryn. *Fragmentation Nodes: A Study in Financial Innovation, Complexity, and Sistemic Risk* (January 24, 2012). Stanford Law Review, Forthcoming; Columbia Law and Economics Working Paper n. 406. Disponível em SSRN: [http://ssrn.com/abstract="1894105]." Último acesso em: 10.12.2015, p. 103: "The structures created - which this Article calls "fragmentation nodes" - are a critical feature of the shadow banking system through which the capital markets provide close substitutes for goods and services historically provided by banks. As a result, the economic gains from innovations like securitization are likely to be even greater in the years ahead than they were in the years leading up to the financial crisis. It also means that the reforms adopted to produce a more stable financial system are unlikely to achieve that aim unless complemented by efforts to address the corresponding changes they are likely to induce in the capital markets".

13 Nesse sentido, ver a tese de Rodrigo Gonzales, para quem "a extensão dos impactos da crise revelou a interdependência dos mercados e a falta de capacidade dos bancos, dos governos e dos instrumentos multilaterais de mensurarem riscos, protegerem seus sistemas financeiros e lidarem com crises globais, respectivamente". Cf. GONZALES, 2012, p. 18.

14 Ver, inclusive: Diamond, Douglas W.; Driesen, David M. Legal Theory Lessons from the Financial Crisis (June 4, 2014). 40. *Journal of Corporation Law*, 2014, Forthcoming. Disponível em SSRN: [http://ssrn.com/abstract="2446165]." Último acesso em: 02.09.2015.

15 BIS/IOSCO. *Principles for financial market infrastructures.* April, 2012. Disponível em: [www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf]. Último acesso em: 02.09.2015.

16 Ou seja, as normas viriam de "cima para baixo," vale dizer, partiriam da autoridade para os cidadãos, em oposição a um sistema *ascendente*, pelo qual as iniciativas normativas teriam origem na sociedade civil e se imporiam perante os entes legisladores. Essa característica *descendente* é nítida em praticamente todos os campos legislativos brasileiros, e não apenas do sistema financeiro.

17 A propósito, ver a observação feita no *Edital de Audiência Pública SDM 06/2013* divulgado pela CVM, no qual se obtempera que a estrutura de liquidação adotada no Brasil com a implantação do Sistema de Pagamentos Brasileiro - SPB, ainda em 2002, "antecipa muitos dos debates internacionais mais recentes", bem como que, "nos debates pós-crise (...) restou evidenciado que, em alguns pontos, o sistema brasileiro se mostra bastante evoluído, já incorporando muitas das recomendações". Disponível em: [www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2013/sdm0613-edital.pdf]. Último acesso em: 26.08.2015. Diferentemente de outros mercados, os mercados financeiro e de valores mobiliários brasileiros são altamente *conectados* com os princípios, recomendações e demais normas de caráter internacional aplicáveis, especialmente pelo caráter *global* desses mercados.

18 *In verbis*: "A CSD should employ a robust system that ensures the segregation of assets belonging to the CSD from the securities belonging to its participants. In addition, the CSD should segregate participants' securities from those of other participants through the provision of separate accounts. While the title to securities is typically held in a CSD, often the beneficial owner, or the owner depending on the legal framework, of the securities does not participate directly in the system. Rather, the owner establishes relationships with CSD participants (or other intermediaries) that provide safekeeping and administrative services related to the holding and transfer of securities on behalf of customers. Where supported by the legal framework, a CSD also should support operationally the segregation of securities belonging to a participant's customers on the participant's books and facilitate the transfer of customer holdings to another participant. Where relevant, the segregation of accounts typically helps provide appropriate protection against the claims of a CSD's creditors or the claims of the creditors of a participant in the event of its insolvency." Cf. PFMI, p. 74. Último acesso em: 22.06.2015.

19 Revogada pela Instrução CVM n. 541/2013, que reforçou o modelo de beneficiário final presente na Instrução CVM n. 115/1990.

20 Ver a opinião de Eduardo Loyo e Rodrigo Azevedo, para quem "o regime reformado das economias centrais ficará mais parecido com existente no Brasil, reproduzindo em geral aspectos do nosso arcabouço que, inclusive, consideramos bastante salutares." Cfr. LOYO e AZEVEDO. 2009. p. 3. Nesse mesmo sentido, Tony Freeman observou em artigo publicado em agosto de 2011 no *Financial Times,* a respeito das mudanças que se discutiam sobre a regulação dos mercados de derivativos, que "so far, Brazil has operated, by and large, as an efficient system whereby regulators have complete oversight of all activities within the derivatives markets. In terms of transparency and systemic risk management, Brazil is topping the league table". Cf. FREEMAN. 2011.

21 Ver, a propósito, PINHEIRO. 2009, especialmente a partir da p. 148.

22 Nesse sentido, tratando dos efeitos da desregulamentação sobre os riscos assumidos pelos bancos, Simão Davi Silber anota o seguinte: "Os bancos, na esteira da desregulamentação e das inovações financeiras, mudaram o escopo de suas atividades, dos empréstimos tradicionais em direção à securitização de recebíveis e derivativos. Esses mercados não tinham regulamentação adequada, particularmente para bancos de investimento, seguradoras e fundos *hedge*, permitindo uma alavancagem crescente dos bancos. A criação de companhias de propósitos especiais permitiu retirar o risco dos balanços dos bancos comerciais, sem eliminar os compromissos em caso de inadimplências de empresas coligadas (*shadow banking system*). O crescimento vertiginoso da

atividade bancária na securitização e em derivativos aumentou a taxa de retorno na intermediação financeira, e salários, lucros e bônus cresceram na mesma proporção". Cfr. SILBER. 2010, p. 86. Nesse mesmo sentido, JUDGE. 2012, p. 103: "There is a significant and growing body of literature on the interplay between the traditional banking sector and the capital markets and ways that we might extend the types of regulations used to limit systemic risk in the traditional banking sector to the capital markets. 4 This Article goes further. It argues that the shadow banking system not only gives rise to sources of systemic risk akin to those that arise in the traditional banking sector, but that it also gives rise to new sources of systemic risk for which we have no precedent".

23 Cf. o artigo, dos mesmos coautores, intitulado *Características da custódia fungível de valores mobiliários e as razões que habilitam um prestador de serviço de depósito centralizado de valores mobiliários a constituir gravames*, a ser publicado em sequência, nesta revista.

24 Cf. p. 72 e ss. dos PFMI, 2012.

25 A propósito, ver o item 1.11 dos PFMIs, 2012: "A central securities depository provides securities accounts, central safekeeping services, and asset services, which may include the administration of corporate actions and redemptions, and plays an important role in helping to ensure the integrity of securities issues (that is, ensure that securities are not accidentally or fraudulently created or destroyed or their details changed)." Cf. PFMI, p. 8, acesso em: 22.06.2015.

26 Anotamos que tal postura de manter suspensa a entrada em vigor do registro de gravames perante os depositários centrais até a implementação de novo marco regulatório - o que só veio a ocorrer no Brasil no início de 2013, quando foi promulgado o Dec. 7.897/2013, do qual trataremos adiante - caminhou no sentido inverso ao movimento verificado no plano internacional que se mostrou refratário à *desregulação* do mercado.

27 A propósito, conferir os arts. 6.º ("Os bens e direitos integrantes do patrimônio especial, bem como aqueles oferecidos em garantia pelos participantes, são impenhoráveis, e não poderão ser objeto de arresto, sequestro, busca e apreensão ou qualquer outro ato de constrição judicial, exceto para o cumprimento das obrigações assumidas pela própria câmara ou prestador de serviços de compensação e de liquidação na qualidade de parte contratante, nos termos do disposto no *caput* do art. 4.º desta Lei") e 7.º ("Os regimes de insolvência civil, concordata, intervenção, falência ou liquidação extrajudicial, a que seja submetido qualquer participante, não afetarão o adimplemento de suas obrigações, assumidas no âmbito das câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação, que serão ultimadas e liquidadas pela câmara ou prestador de serviços, na forma de seus regulamentos") da Lei 10.214/2001.

28 Nesse sentido, o art. 17 da Circular CMN 3.057/2001 ("Art. 17. As câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação devem exigir, como garantia de compromissos assumidos pelos participantes no âmbito do sistema de liquidação por eles operados, preferencialmente a entrega de ativos líquidos"), e também o art. 8.º da ICVM 283/1998 ("Art. 8.º A entidade autorreguladora, responsável pela supervisão das garantias nos mercados de liquidação futura, deve definir as garantias exigidas com base em critérios técnicos e adequados à dinâmica do mercado, considerando, dentre outros fatores, a volatilidade e a liquidez do valor mobiliário, bem como a taxa de juros praticada no mercado").

29 Os ativos aceitos como garantias pela Câmara BM&FBovespa estão listados no item 4.1.1 "Ativos elegíveis" do Manual de Administração de Risco da Câmara de Compensação e Liquidação da BM&FBovespa. São eles: moeda nacional, título público federal nacional, ouro ativo financeiro, ação de companhia aberta admitida à negociação na BM&FBovespa, certificado de depósito de ações (*unit*) de companhia aberta admitida à negociação na BM&FBovespa, certificado de depósito bancário (CDB), título de emissão do tesouro norte americano, carta de fiança bancária, cota de fundo de índice (ETF - *Exchange Traded Fund*), cota de fundo de investimento selecionado, cédula de produto rural (CPR) e dólar americano no caso de comitentes não residentes sujeitos à Resolução CMN 2.687/2000. Cf. normativo da BM&FBovespa (versão agosto de 2014) divulgado em seu site. Disponível em: [www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/Manual-de-Administracao-de-Risco-da-Camara.pdf]. Último acesso em: 02.09.2015.

30 A forma de constituição está prevista no item 4.1.2 "Regras e procedimentos para aceitação de ativos em garantia" do citado Manual de Administração de Risco da Câmara de Compensação e Liquidação da BM&FBovespa. Cfr. normativo da BM&FBovespa (versão agosto de 2014) divulgado em seu site. Disponível em: [www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/Manual-de-Administracao-de-Risco-da-Camara.pdf]. Último acesso em: 02.09.2015.

31 Em síntese, sustentamos que as garantias aportadas em favor das câmaras de compensação e liquidação não possuem natureza *real* e nem *pessoal*. O tratamento jurídico absolutamente *sui generis* criado pela Lei 10.214/2001, que assegura a *intangibilidade* e *impenhorabilidade* dos ativos dados em garantia trata-se de um regime *sui generis*, não se assenta, portanto, nas clássicas modalidades de garantias (penhor, cessão fiduciária, caução), e, por isso, não requer, como requisito de eficácia perante terceiros, a publicidade dos atos de constituição dos respectivos gravames, embora o seja feito de forma específica, nos moldes da regulamentação aplicável e nos normativos das respetivas câmaras de compensação e liquidação. Esse tema, por demais extenso, não será abordado nesse momento.

32 Cf. o *Parecer* disponível em: [www.camara.gov.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor="927877&filename=PRR+1+MPV53911+%3D%3
Último acesso em: 13.08.2015.

33 Ao ensejo, vale repetir a opinião exposta pela CVM no *Edital de Audiência Pública SDM n. 06/2013:* "O mercado brasileiro conta com experiências bastante relevantes em alguns desses temas. Assim, como já se referiu, em 2002, com base na Lei 10.214, de 27.03.2001, foi criado o SPB, em razão do qual todas as operações consideradas sistemicamente importantes, com base em critérios estabelecidos pelo Banco Central do Brasil, passaram a ser liquidadas por contrapartes centrais. A atuação das contrapartes centrais, apoiada no diploma acima referido, conta com determinadas salvaguardas, em especial no que tange à proteção das garantias depositadas e dos processos de liquidação, em caso de quebra de algum dos participantes de uma câmara. É importante destacar que, com base na estrutura acima referida, foram desenvolvidas, no Brasil, soluções para a liquidação, por intermédio de câmaras de compensação e de liquidação de operações, de operações realizadas também em mercado de balcão, o que antecipa muitos dos debates internacionais mais recentes." Disponível em: [www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2013/sdm0613-edital.pdf]. Acesso em: 26.08.2015.

34 Ver o *Principle 5* dos PFMI, 2012.

35 Argumentando que o art.-A foi elaborado como resposta aos debates posteriores à *crise de 2008,* lemos no *Relatório de Análise da Audiência Pública SDM 06/2013,* publicado pela CVM, que tal dispositivo "foi criado para facilitar o processo de constituição de garantias no âmbito do mercado financeiro e de capitais, inclusive em consonância com as necessidades identificadas nos diversos fóruns pós-crise (em que se tem valorizado a realização de operações, inclusive com exposição apenas bilateral, com troca de garantias)." Disponível em: [www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2013/sdm0613-relatorio.pdf]. Acesso em: 19.08.2015.

36 Destacamos o art. 23 que define os escopos do depósito centralizado ("O depósito centralizado, realizado por entidades qualificadas como depositários centrais, compreende a guarda centralizada de ativos financeiros e de valores mobiliários, fungíveis e infungíveis, o controle de sua titularidade efetiva e o tratamento de seus eventos") e o art. 25 que cria a presunção de propriedade dos ativos depositados "pelos controles de titularidade mantidos pelo depositário central."

37 Nesse sentido, a manifestação da CVM no *Relatório de Análise da Audiência Pública SDM 06/2013,* segundo a qual a Lei 12.810/2013 "remete àquele regime de criação simplificada de garantias criado dois anos antes", ou seja, o art. 63-A, mas que estabeleceu "porém, que, para ativos que são objeto de depósito centralizado, não importa a natureza da operação garantida". Desse modo, não seria "mais necessário que se esteja lidando com operações tipicamente caracterizáveis como de mercado de capitais ou com operações destinadas à liquidação pelas câmaras de registro, compensação e liquidação de operações". Disponível em:

[www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2013/sdm0613-relatorio.pdf]. Acesso em: 21.08.2015.

38 Ver, a propósito, o art. 25 da Lei 12.810/2013: "Art. 25. A titularidade efetiva dos ativos financeiros e dos valores mobiliários objeto de depósito centralizado se presume pelos controles de titularidade mantidos pelo depositário central. Parágrafo único. A transferência dos ativos financeiros e dos valores mobiliários de que trata o *caput* dá-se exclusivamente em conformidade com instruções recebidas".

39 Essa é também a opinião da CVM, quando essa se manifestou sobre a criação do citado art. 26: "Passa a vigorar, aqui, regra coerente com a maior parte dos regimes de constituição de ônus e gravames sobre bens, em que o ônus ou gravame deve ser registrado onde se constituem validamente direitos reais sobre aquele tipo de bem". Disponível em: [www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2013/sdm0613-relatorio.pdf]. Último acesso em: 21.08.2015.

40 Em especial, destacamos uma possível usurpação de competência perpetrada pelo Poder Executivo na edição do Decreto em referência ao, exacerbando o poder normativo que lhe foi delegado pelo parágrafo único do art. 63-A, conferiu à CVM e ao Bacen o dever de regular a "forma e procedimento" de registro. Trataremos com mais clareza deste tema adiante.

41 Os termos e anseios manifestados pelo legislador podem ser facilmente encontrados no Principio 11 dos PFMI.

42 Mais do que regular, a leitura coordenada do art. 22 e seus incisos permite concluir que ele atribuiu à CVM e ao BCB a competência para "estabelecer as condições para o exercício da atividade" de depósito centralizado, senão vejamos: "Art. 22. Compete ao Banco Central do Brasil e à Comissão de Valores Mobiliários, no âmbito das respectivas competências: I - autorizar e supervisionar o exercício da atividade de depósito centralizado de ativos financeiros e de valores mobiliários; e II - estabelecer as condições para o exercício da atividade prevista no inciso I."

43 Estes dois artigos não *regulam* nada, apenas repetem conteúdos normativos já presentes no art. 63-A, senão vejamos: "Art. 1.º Este Decreto dispõe sobre as formas e condições de registro de gravames e ônus sobre ativos financeiros e valores mobiliários em operações realizadas no âmbito do mercado de valores mobiliários e do sistema de pagamentos brasileiro. Art. 2.º A atividade de registro de gravames e ônus de que trata este Decreto será realizada pelas entidades ou sistemas mantenedores de contas de ativos financeiros e de valores mobiliários em que se constituam direitos reais sobre estes ativos financeiros e valores mobiliários".

44 O final do *caput* do art. 63-A fala do registro do instrumento "nas entidades *expressamente autorizadas* para esse fim pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários" (destacamos).

45 Conferir a redação a seguir transcrita: "Art. 3.º O desempenho da atividade de registro de gravames e ônus de que trata este Decreto está sujeito à autorização do Banco Central do Brasil ou da Comissão de Valores Mobiliários, em suas esferas de competência. § 1.º A autorização será condicionada à aprovação dos regulamentos e sistemas das entidades requerentes, que deverão ser estruturados segundo procedimentos capazes de garantir a segurança e a confiabilidade dos registros. § 2.º Os regulamentos deverão estabelecer as regras e os procedimentos para registro dos gravames e ônus, e para a retificação e cancelamento dos registros efetuados. § 3.º Os procedimentos fixados nos regulamentos e sistemas deverão: I - assegurar a unicidade e a continuidade dos registros sobre os ativos financeiros e valores mobiliários objeto de gravames e ônus; II - gerar as informações necessárias para o exercício do direito de sequela pelos credores garantidos; e III - definir o regime de acesso às informações contidas nos registros de gravames e ônus constituídos no âmbito da entidade, observado o disposto na legislação aplicável.

Art. 4.º O Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários, em suas respectivas esferas de competência, baixarão as normas e instruções necessárias ao cumprimento deste Decreto".

46 Novamente remetemos ao *Principle 11* dos PFMI, copiado praticamente *ipsis litteris* pelo redator

do § 1.º do art. 3.º do Dec. 7.897/2013: "A CSD should have appropriate rules and procedures to help ensure the integrity of securities issues and minimise and manage the risks associated with the safekeeping and transfer of securities".

47 Ver, nesse sentido, o item 4.0 dos PFMI, 2012 (p. 126) "Responsibilities of central banks, market regulators, and other relevant authorities for financial market infrastructures," notadamente a *"key consideration 1"*, segundo a qual "Authorities should clearly define and publicly disclose the criteria used to identify FMIs that should be subject to regulation, supervision, and oversight".

48 O objeto das demais minutas foi a disciplina das atividades de *custodiantes* (Minuta n. 2, posteriormente publicada como Instrução CVM 542/2013) e de *escrituradores* e *agentes emissores de certificados* (Minuta n. 3, posteriormente publicada como Instrução CVM 543/2013).

49 *In verbis:* "Art. 35. (...) § 3.º Ao regulamentar os serviços de que trata o *caput*, o depositário central deve dispor expressamente sobre: I - a forma de constituição, retificação e cancelamento de gravames, ônus ou outras espécies de garantia, inclusive sobre conjuntos ou universalidades de valores mobiliários; II - as responsabilidades, os direitos e as obrigações dos envolvidos nos atos de registro de gravames, ônus ou outra espécie de garantia; III - os direitos, as obrigações e os limites de responsabilidade do depositário central na realização dos registros; IV - o tratamento dado aos rendimentos dos valores mobiliários objeto de gravames, ônus ou outra espécie de garantia; V - as situações e formas de movimentação dos valores mobiliários objeto de gravames, ônus ou outra espécie de garantia; VI - o tratamento aplicável às situações de vencimento antecipado das obrigações objeto de gravames, ônus ou outra espécie de garantia; e VII - o regime e a forma de disponibilização de informações sobre as operações registradas, inclusive no que tange à prestação de informações e emissão de certidões".

50 Cf. o *Edital de Audiência Pública SDM n. 06/2013*, p. 1, Disponível em: [www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2013/sdm0613-edital.pdf]. Acesso em: 26.08.2015.

51 A propósito Cf. idem, p. 1, nota de rodapé 1, confiramos o seguinte trecho: "A principal referência, em termos de recomendações sobre infraestruturas de mercado, reside no documento denominado *Principles for Financial Market Infrastructures*, resultante de um esforço conjunto do *Committee on Payment and Settlement Systems da Basileia* (CPSS) e do Comitê Técnico da *International Organization of Securities Commissions* (Iosco), publicado em abril de 2012 [www.bis.org/publ/cpss101a.pdf)] Deve-se destacar, no entanto, a existência de recomendações e de debates técnicos registrados em diversos outros documentos elaborados pelos diversos fóruns, seja com caráter mais geral, seja para fins específicos (para lidar com as especificidades do mercado de derivativos de balcão, por exemplo)".

52 Cfr. idem, p. 2.

53 Cfr. *Relatório de Análise da Audiência Pública SDM n. 06/2013 - Processo CVM RJ 2003/11499*, p. 1, disponível em: [www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2013/sdm0613-relatorio.pdf]. Último acesso em: 26.08.2015.

54 Cf. idem, p. 35.

55 No Brasil, os princípios e recomendações do BIS e Iosco (PFMI, 2012) foram internalizados e fazem parte do ordenamento jurídico brasileiro à medida que são observados pela avaliação e monitoramento do BCB e CVM, nos termos do Comunicado 25.097 do BCB (disponível em: [www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method="detalharNormativo&N=114001893]." Último acesso em: 02.09.2015) e da Instrução CVM 544/2013 (disponível em: [www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst544.html]. Último acesso em: 02.09.2015).

56 Cf. Circular BCB 3.743, de 08.01.2015. Disponível em: [www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo="/Lists/Normativos/Attachments/48587/Circ_3
Último acesso em: 02.09.2015.

57 Cf. Comunicado Bacen n. 25.097, de 10.01.2014. A íntegra do comunicado aduz o seguinte: "Considerando a missão do Banco Central do Brasil de assegurar um sistema financeiro sólido e eficiente, as competências conferidas pelas Leis 4.595, de 31.12.1964, 10.214, de 27.03.2001, e 12.810, de 15.05.2013, e o disposto no art. 1.º da Res. 2.882, de 30.08.2001, do Conselho Monetário Nacional, comunico a utilização, pelo Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos, dos Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro (*Principles for Financial Market Infrastructures* - PFMI), publicados pelo Comitê de Sistemas de Liquidação e Pagamentos do Banco de Compensações Internacionais (CPSS/BIS) e pelo Comitê Técnico da Organização Internacional de Comissões de Valores (TC/Iosco), no monitoramento e na avaliação da segurança, eficiência, integridade e confiabilidade dos sistemas de compensação e de liquidação integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro, bem como dos registros e depósitos centralizados de ativos financeiros e de valores mobiliários".

58 A propósito, vale a leitura do art. 3.º que trata dos requisitos do regulamento a ser proposto pelos sistemas interessados em prestar o serviço de depósito centralizado de ativos financeiros, que deve prever "os procedimentos relacionados à constituição de ônus e gravames sobre ativos financeiros" (art. 3.º, I, f), o parágrafo 1.º deste mesmo dispositivo que dispõe sobre o conteúdo mínimo desses procedimentos, e também o art. 9.º, que repete os dizeres do § 2.º e incisos do art. 35 da Instrução CVM 541/2013.

59 Quanto a isso, a Lei 12.810/2013 dispôs no parágrafo único do art. 28 que "o registro de ativos financeiros e de valores mobiliários compreende a escrituração, o armazenamento e a publicidade de informações referentes a transações financeiras, *ressalvados os sigilos legais*" (grifamos). Em sentido semelhante, o inc. III do § 2.º do art. 35 da Instrução CVM 541/2013 impõe às centrais depositárias o dever de estabelecer procedimentos que permitem "controlar o acesso às informações contidas nos registros de gravames e ônus constituídos no âmbito da entidade, *observado o disposto na legislação aplicável*, permitindo a emissão de certidão em favor dos eventuais interessados, na forma a ser aprovada pela CVM". Notamos que ambas as normas fazem ressalvas quanto ao dever de sigilo ou ao disposto na lei aplicável, mas não detalham a maneira de harmonizar os regimes.